

2024년 8월

# 국내외 채권전망

2024. 7

---

# Executive Summary

## 01 미국 채권

- 최근 예상을 하회하는 물가와 경기 지표로 9월 첫 인하 유력. 7월말 FOMC에서 인하 시그널 확인 예상
- 8월 22~24일 잭슨홀 회의(“통화정책의 효과 재평가”)에서 하반기 통화정책 방향성 언급 주목. OW 유지

---

## 02 미국 크레딧

- 경기 하방압력 강화 및 대선 불확실성 확대 고려 시, 하이일드 등급에 대한 중립의견 유지
- 투자등급은 견조한 기업실적에 OW 유지

---

## 03 신흥국 채권

- 신흥국 통화 완화 여력 일부 소진된 가운데, 트럼프의 대중국 반도체 규제 등에 신흥국 중심으로 지정학적 불안 확인
- 강달러 압력도 연말까지 지속될 것으로 판단돼 중립으로 전환

---

## Executive Summary

### 04 한국 국공채

- 스트레스 DSR 2단계 시행 연기와 수도권 부동산 가격 상승 기조 등으로 한은은 금융 불안이 커졌다 인정
- 첫번째 인하 시점에 대한 전망은 10월로 연기됐으나, 1년 내 50bp 인하에 대한 기대는 유지되고 있어 OW 유지

---

### 05 한국 크레딧

- 유통시장에서 매수 강도가 약화되는 등 일부 균열 조짐있으나, 신용스프레드는 견조
- 우호적인 수급 여건과 시장금리 하락으로 크레딧 가격은 하방 경직성 확보. 투자의견 N 유지

결론: 미국 국채 = 미국 IG = 한국 국채 (OW) > 신흥국 = 미국HY = 국내 크레딧 (N)

# 글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신흥시장 정부채(\$)	신흥시장 정부채(LC, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M	%	1.94	2.24	1.77	1.77	1.33	1.50	1.52	1.69	1.28	0.92	1.49	1.12	1.97	1.64
	3M	%	3.42	3.04	3.97	3.84	3.83	1.59	4.08	3.77	2.22	2.28	3.96	2.66	2.96	4.67
	YTD	%	(1.29)	(2.72)	0.83	4.26	0.50	(0.50)	1.02	4.31	1.83	3.77	3.87	1.87	(0.86)	2.89
	1Y	%	2.18	0.17	5.74	10.58	3.32	4.15	5.86	10.77	6.69	10.17	8.78	4.36	1.75	8.97
	3Y	%	(15.09)	(19.41)	(10.21)	2.67	(9.28)	(15.07)	(8.69)	6.38	(6.49)	3.91	(6.60)	(3.32)	(11.57)	0.69
Spread	현재	bp	50.8	12.1	100.5	327.0	-	-	92.9	305.6	109.9	364.7	395.3	-	-	-
	1M	bp	(0.2)	(2.0)	(3.3)	(0.5)	-	-	(1.0)	(3.5)	(9.7)	5.4	3.9	-	-	-
	3M	bp	5.3	1.5	2.9	2.6	-	-	5.6	4.9	(1.9)	1.2	21.8	-	-	-
	YTD	bp	2.3	(0.7)	(14.3)	(32.4)	-	-	(5.8)	(17.7)	(27.8)	(16.5)	11.3	-	-	-
	1Y	bp	10.2	(0.4)	(26.4)	(80.5)	-	-	(19.4)	(61.3)	(37.4)	(61.9)	(2.5)	-	-	-
	3Y	bp	30.9	1.4	11.1	(9.6)	-	-	7.3	11.2	26.4	67.6	39.5	-	-	-
YTW	현재	%	3.72	3.20	4.81	7.46	4.32	2.96	5.26	7.63	3.54	6.36	8.26	-	6.47	3.10
	1M	bp	(18.7)	(16.8)	(23.0)	(21.9)	(25.0)	(20.8)	(21.9)	(27.4)	(24.3)	(4.5)	(15.2)	-	(12.8)	(16.4)
	3M	bp	(34.0)	(25.6)	(43.7)	(45.6)	(56.1)	(19.0)	(46.7)	(47.3)	(33.5)	(26.4)	(26.5)	-	(16.2)	(46.7)
	YTD	bp	20.2	27.7	12.8	(12.4)	23.8	30.9	20.5	4.1	2.3	(14.3)	41.2	-	27.6	(17.6)
	1Y	bp	(13.1)	(0.4)	(38.0)	(96.3)	(12.3)	(21.7)	(19.3)	(66.9)	(64.7)	(111.4)	13.1	-	17.7	(66.2)
	3Y	bp	273.0	255.9	335.7	353.8	352.0	309.6	333.4	375.4	341.0	397.6	338.6	-	155.2	145.3
Duration	현재	년	6.62	7.31	6.16	3.48	6.00	7.37	7.16	3.57	4.59	3.09	6.55	-	5.01	7.88

자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준



01

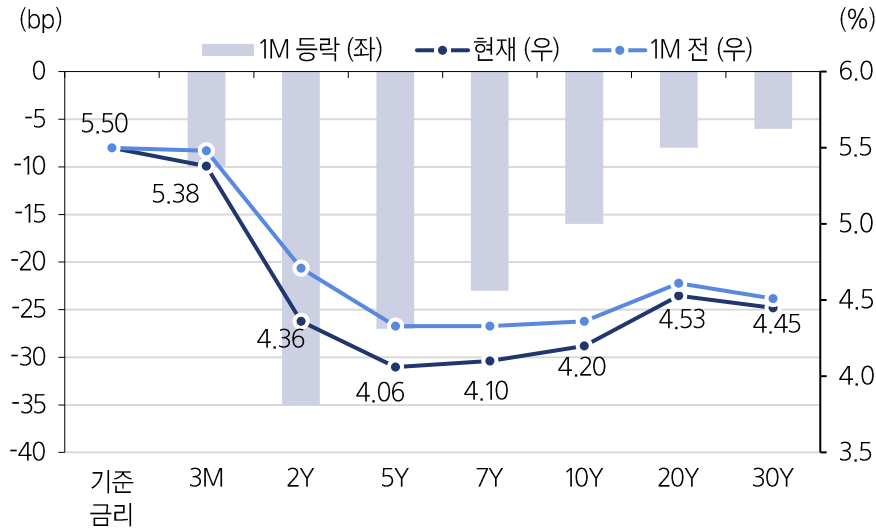
# 미국 국채

# 미국 채권 Review

## 9월 기준금리 인하 기정사실화한 시장

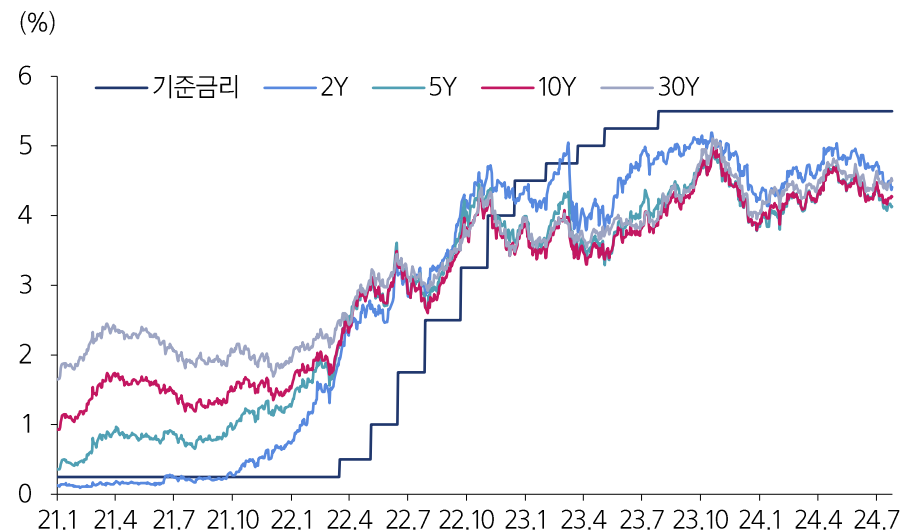
- 바이든 대통령 사퇴에도 불구하고 트럼프 대통령 당선 가능성이 아직 더 우세해 채권 시장에 미친 영향은 미미
- GDP 성장률은 예상치를 크게 하회했으나, 예상치를 밑도는 물가의 영향이 더 컸던 시장
- 9월 기준금리 인하 가능성 거의 확실시된 가운데 2년물 35bp 하락. 2/10년 스프레드는 전월말 -35bp에서 현재 -10bp 근처까지 축소

단기물 중심 금리 큰폭 하락, 일드 커브 정상화 중



자료: Thomson Reuters

만기물별 금리



자료: Thomson Reuters

# 장단기물 금리 하락 요인 단기는 물가, 장기는 경기

## 단기적으로 물가 둔화 기대, 중장기적 경기 연락처 기대가 금리에 반영 중

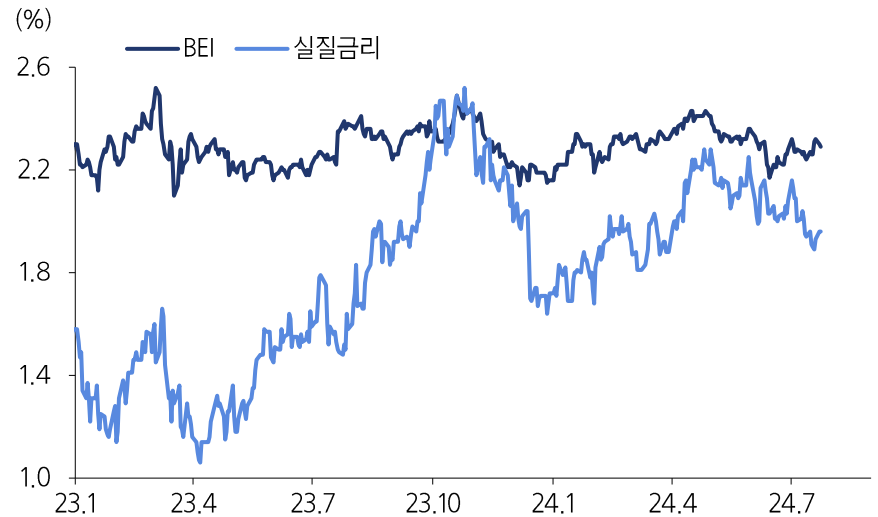
- 기준금리 인하에 대한 기대감이 지속되며 단기물 중심 금리 하락폭 확대
- 2년물과 10년물 금리 하락을 이끈 요인은 각각 다름
- 2년물: 단기적으로 물가가 크게 하락할 수 있다는 기대가 커지면서 기대인플레이션이 4월 2.9%에서 현재 1.8%까지 급락(110bp 하락)
- 10년물: 중장기적 경기 둔화 우려로 실질금리 하락. 다만 기준금리 인하가 경기 하단을 제어해줄 수 있다는 기대에 하락폭은 25bp에 그침

미국 2년 명목금리 분해: BEI 중심 하락



자료: Bloomberg

미국 10년 명목금리 분해: 실질금리 중심 하락



자료: Thomson Reuters

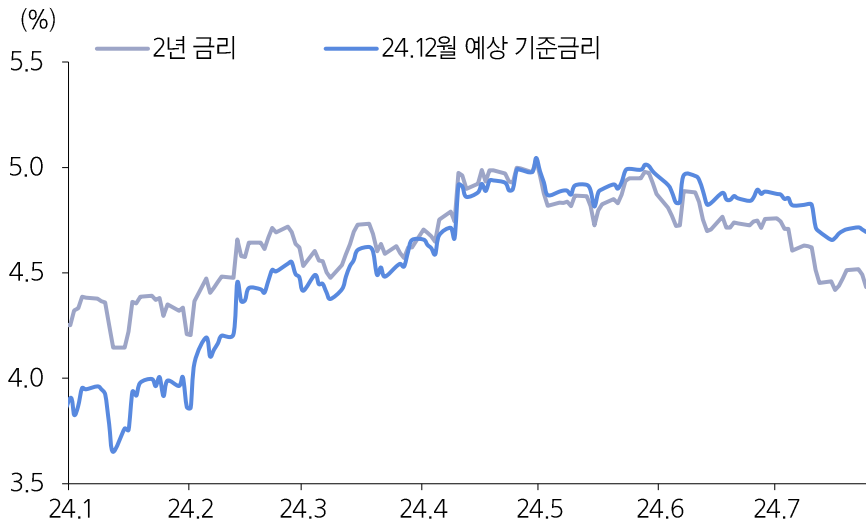


# 장단기금리차 연말쯤 2/10년 역전 대부분 해소 예상

## 8월 금리 하락 여력 크지 않으나, 9월 실제 인하 이후 장단기물 금리 재차 하락 예상

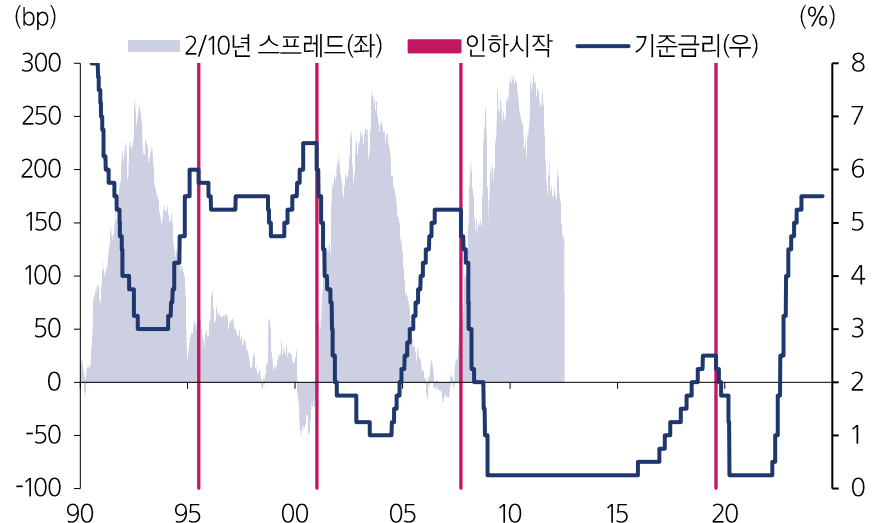
- 2024년 12월의 인하 기대는 이미 4.7%까지 내려와 리서치센터의 연말 기준금리 전망치인 5.0%를 하회 중
- 단기의 기준금리 인하폭에 대한 기대가 시장에 너무 과도하게 반영되어 있다고 생각. 때문에 8월의 시장금리 추가 하락 여력은 크지 않을 듯
- 다만 9월 이하 이후에는 내년말 기준금리에 대한 기대(4.25%) 가 단기 금리에 반영될 듯. 2년금리는 9~10월 중 4% 근처까지 하락 예상
- 또한 연말쯤 되면 2/10년 금리 역전폭은 정상화돼 0bp 근처로 예상

올해 말 예상 기준금리는 이미 4.7%



자료: Bloomberg

연말쯤 장단기 금리차 역전 해소



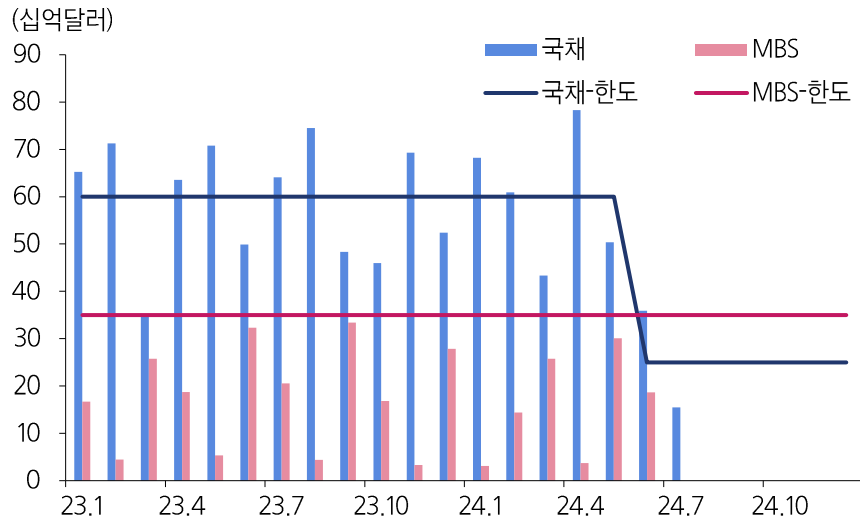
자료: Thomson Reuters

# 연준 QT 수급에 긍정적 요인

## 6~7월 중 상한 대비 초과 긴축해 8~12월은 과소 긴축 할 가능성

- 연준은 6월부터 국채와 MBS 자산긴축 속도를 각 250억달러, 350억달러로 축소
- 6월 실제 연준의 국채 긴축액은 360억달러, 7월에도 셋째주까지 이미 300억달러를 긴축해 상한인 250억달러 초과
- 8~12월 월간 긴축액을 250억보다 더 줄일 가능성 확대. 수급에 긍정적 요인
- 또한 연준 QT는 둔화된 속도 감안해도 내년 초에는 은행지준/GDP가 11%(뉴욕 연은이 제시한 QT 중단 임계점) 를 하회할 수 있어, 내년 초에는 연준 QT 중단 논의 나올 가능성

연준 자산 매각액



자료: Bloomberg

은행 지준/GDP는 연말쯤 11% 도달



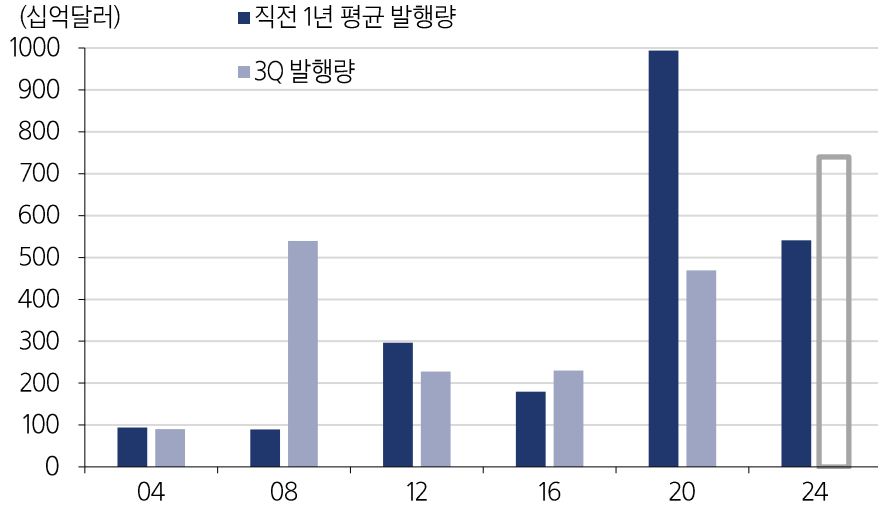
자료: Thomson Reuters

# 발행 대선있는 해의 발행량은 대부분 무난한 수준

## 3Q 국채 발행량 하향수정

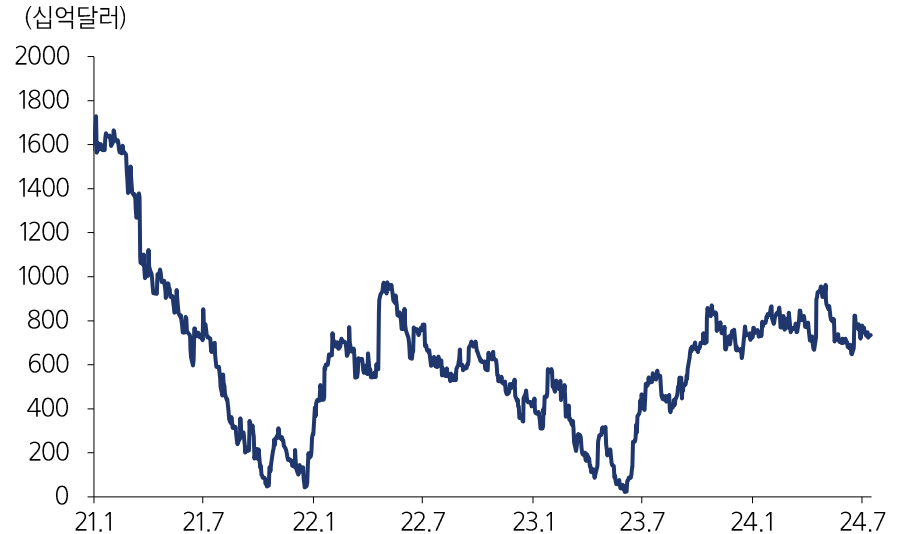
- 기존 3Q 국채 발행행계획량 8,460억달러였으나, 7월 29일 7,400억달러로 하향 수정. 4Q 발행량도 5,650억달러로 무난한 수준
- 역사적으로 대선 있던 해의 3Q 국채 발행량은 직전 1년 수치와 크게 벗어나지 않는 수준 (2008년 금융위기, 2020년 코로나 팬데믹 제외)
- 한편 2025년 1월 1일까지 부채한도 유예되어 있는데, 해당 시점 앞두고 단기물 발행 크게 늘려 현금 비축 우려도 일부 상존
- 다만 공화당 요구로 재량 지출 동결 내용 포함돼 있어 단기물 발행 급증 가능성은 낮음

대선이 있던 해의 3Q 국채 발행량과 직전 1년 발행량



자료: Bloomberg

재무부 현금 보유액



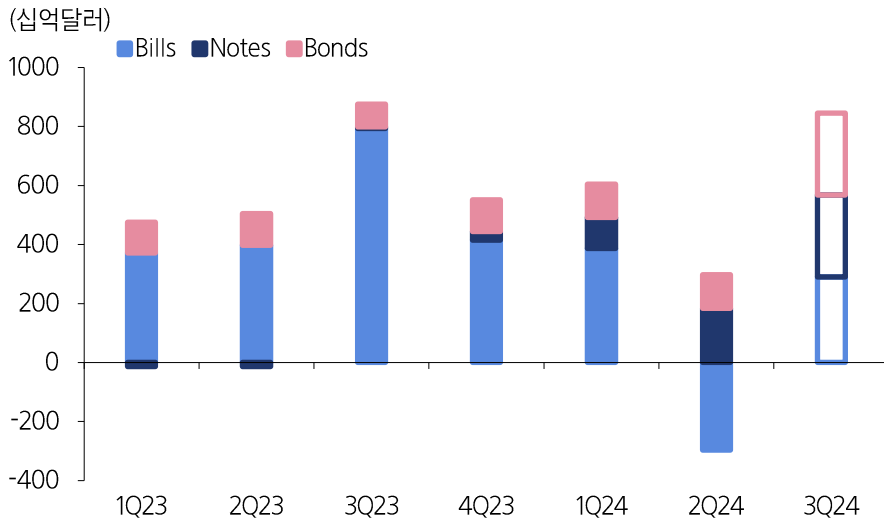
자료: Thomson Reuters

# 만기별 영향 Bills 공급압력이 가장 심함에도, 가장 빠른 금리 하락

## 만기별 발행량과 금리의 관계를 보면 발행 영향은 거의 없는 듯

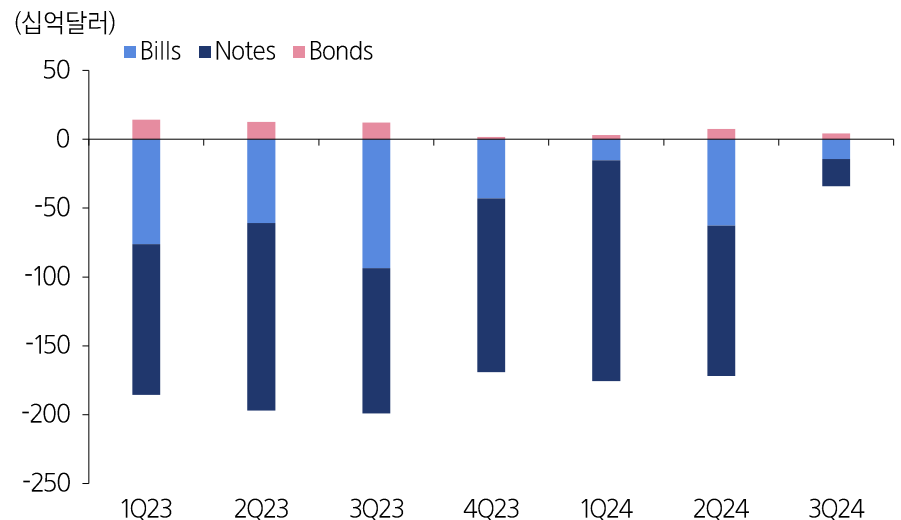
- 한편 최근 1년 간 재무부의 발행 비중은 Bills > Bonds > Notes 순,
- 연준의 자산 긴축은 Notes > Bills > Bonds 순
- 최근 1년간 재무부와 연준발 공급 압력을 합산하면 Bills 1.5조달러 > Notes 8,240달러 > Bonds 3,862달러
- 그럼에도 불구하고 YTD 금리 상승률은 3개월물 -1bp < 10년물 39bp < 30년물 47bp로 최근 국채 금리 움직임은 발행량보다는 통화정책에 연동

분기별 재무부 국채 순발행



자료: Bloomberg, 재무부 / 주: 3Q는 재무부 계획량. Notes와 Bonds를 반반씩 발행한다고 가정

분기별 연준의 국채 자산긴축액



자료: Thomson Reuters / 주: 24년 3분기는 7월 1~3주까지

## 결론 일부 레벨 부담 상존

### 9월 FOMC 전까지 금리 보합권 등락, 실제 인하 이후 재차 하락 예상

- 잭슨홀 회의 주제는 “통화정책의 효과와 전달 경로 재평가”. 최종 기준금리 수준에 영향을 미치는 중립금리에 대한 언급 주목
- 작년 회의에서 파월은 중립금리를 정확히 측정할 수 없다는 의견을 반복. 이번에 중립금리 상향 가능성 언급시 시장 리스크 확대 가능
- 비상업성 순매도 포지션은 6월까지 축소되다가, 7월들어 금리 레벨이 큰 폭 낮아지자 다시 확대되는 등 시장의 일부 레벨 부담 확인
- 최근 금리 하락폭 빨랐던 만큼 9월 실제 금리 인하 전까지 보합권 등락, 이후 재차 하락 예상

국채 10년 선물외의 비상업성 순매수 포지션과 금리



자료: Bloomberg

미국 10년 명목금리 분해: 실질금리 중심 하락

	24.1Q	24.2Q F	24.3Q F	24.4Q F
기준금리	5.50	5.50	5.25	5.00
2년 금리	4.48	4.90	4.30	3.90
10년 금리	4.15	4.45	4.10	3.80
2/10년 Spread	-33	-45	-20	-10

자료: Thomson Reuters

02

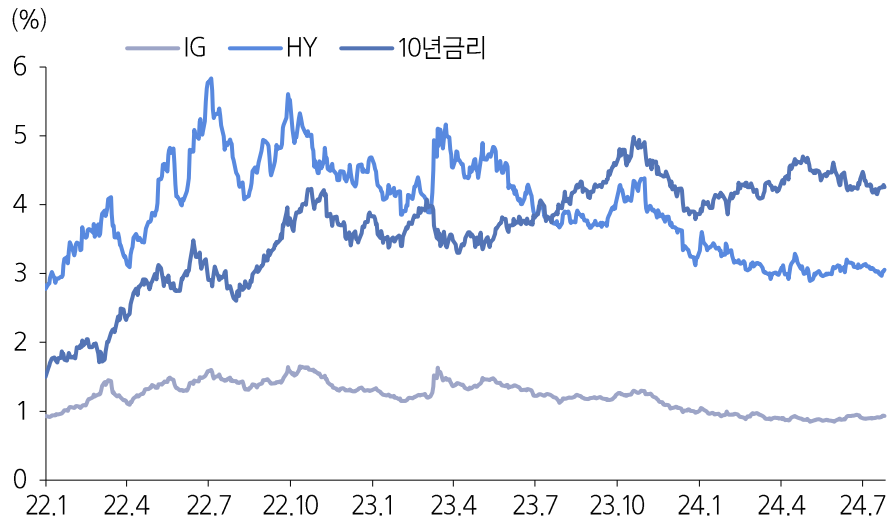
## 크레딧과 신흥국

# 미국 크레딧 IG 비중 확대 유지

## 캐리 매력 아직 높아 투자등급 중심 비중 확대 유지

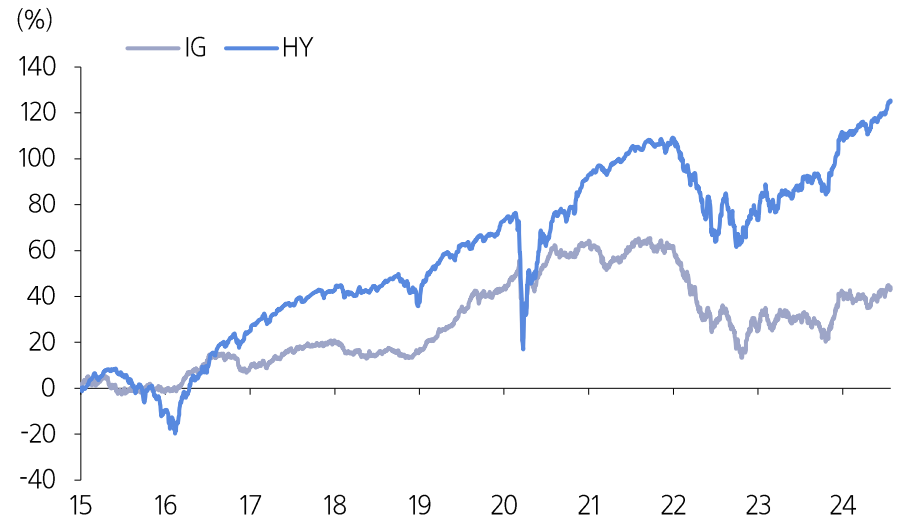
- IG와 HY 스프레드는 전월대비 1 bp, 3.5bp 축소에 그쳤음에도 불구하고 헤드라인 금리가 큰 폭 하락 하면서 플러스(+) 수익률 지속
- 헤드라인 금리 하락에도 불구하고 아직 IG와 HY 모두 5.3%, 7.6%에 육박하는 높은 캐리 매력
- 특히 하이일드의 경우 투자등급 대비 강세 속도가 빨라 하이일드/투자등급 스프레드 배율 1.45배에 불과해 2007년 이후 최저 수준
- 경기 하방압력 강화 및 대선 불확실성 확대 고려 시, 하이일드 등급에 대한 중립의 견 유지. 투자등급은 건조한 기업실적 예상돼 OW 유지

스프레드와 시장금리



자료: Bloomberg

2015년 이후 누적 Total Return 수익률



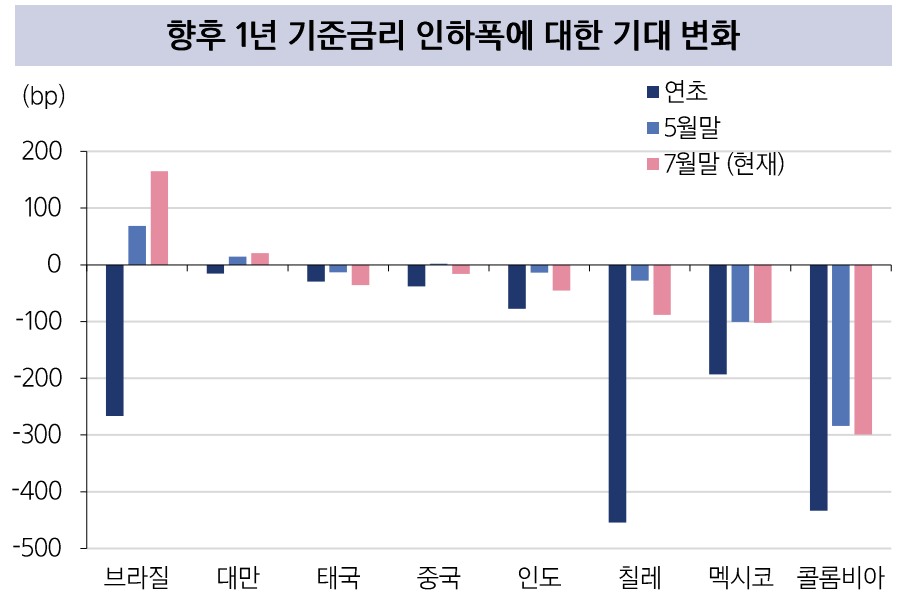
자료: Bloomberg

# 신흥국 중립 전환

## 브라질, 중국 등 일부국가 신용 리스크 부정적

- 신흥국 채권지수는 전월대비 1.5% 상승하며 소폭의 플러스(+) 수익률 기록
- 일부 신흥국 정책리스크에 스프레드는 4bp 확대됐으나, 벤치마크 금리 큰폭 하락하면서 YTW가 15bp 하락
- 한편 브라질은 재정건전성 우려로 헤알화 가치가 큰 폭 약세를 보임에 따라 6월부터 기준금리 동결 중. 이 가운데 소비자물가 상승률은 5,6월 연속으로 오름세를 보이는 등 경제 상황과 대치되는 통화정책 운용. 이에 따라 스프레드 및 금리 변동성 매우 커져 투자에 유의

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	1.49	1.95	1.69	1.07	0.82	1.63
	3M	%	3.96	4.00	4.74	4.08	3.51	3.28
	YTD	%	3.87	4.40	3.85	1.58	2.54	8.01
	1Y	%	9.14	9.38	8.74	5.22	8.46	16.43
Spread	현재	bp	395.3	468.0	374.0	281.0	202.0	610.0
	1M	bp	3.9	(3.0)	1.0	10.0	12.0	4.0
	3M	bp	21.8	58.0	(8.0)	2.0	7.0	1.0
	YTD	bp	11.3	102.0	(72.0)	(14.0)	(19.0)	(124.0)
	1Y	bp	(9.2)	89.0	(83.0)	(19.0)	(65.0)	(162.0)
YTW	현재	%	8.3	9.0	8.0	7.1	6.3	10.4
	1M	bp	(15.0)	(21.0)	(19.0)	(9.0)	(6.0)	(16.0)
	3M	bp	(11.0)	32.0	(40.0)	(37.0)	(33.0)	(33.0)
	YTD	bp	68.0	122.0	16.0	63.0	51.0	(45.0)
	1Y	bp	(35.0)	(24.0)	(30.0)	(21.0)	(60.0)	(57.0)
Duration	현재	년	6.5	7.4	5.4	6.5	6.3	5.3



자료: Bloomberg

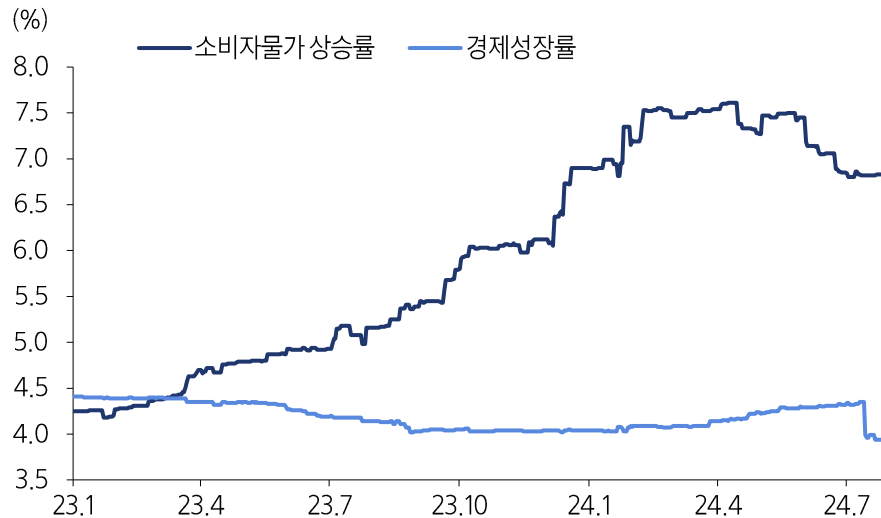


# 신흥국 중립 전환

## 브라질, 중국 등 일부국가 신용 리스크 부정적

- 신흥국 경제성장률 컨센서스는 하향되는 반면 인플레이션 컨센서스는 연초대비 큰 폭 상향돼 EMBI 스프레드 확대 압력
- 한편 중국은 사실상 기준금리로 운용하고 있는 LPR금리를 10bp 인하한데 이어 MLF금리 20bp 인하, 정책금리인 7일짜리 RP금리도 1.7%로 10bp 인하. 예상을 큰 폭 하회하는 2분기 GDP 등을 감안한듯
- 통화정책과 펀더멘탈 약화에 따른 시장금리 하락 압력에도 불구하고, 미국발 대중국 반도체 규제와 트럼프 대통령의 위안화 약세 경계발언 등에 크레딧 리스크는 확대 가능성

### 신흥국 올해 소비자물가와 경제성장률 컨센서스



자료: Bloomberg

### 중국 예상외 정책금리 인하



자료: Bloomberg

03

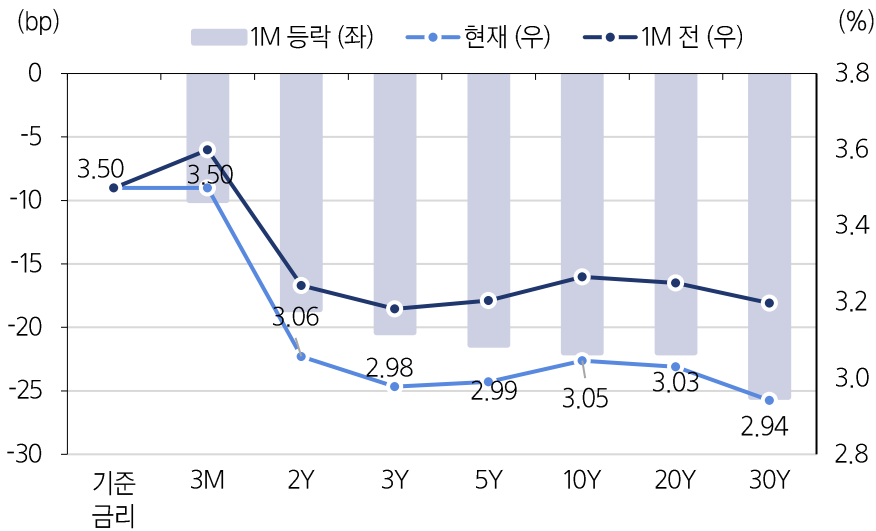
## 국내 국공채

# 국내 채권 Review

## 장단기물 금리 모두 큰 폭 하락

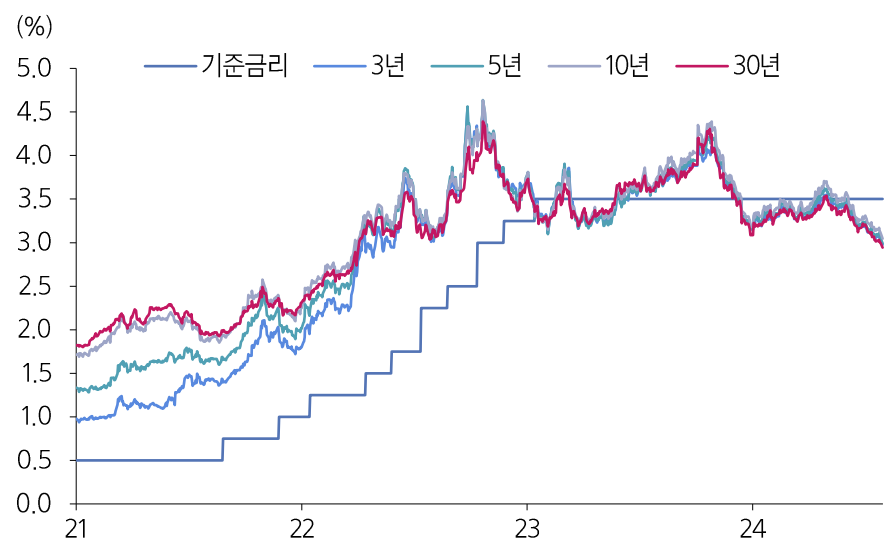
- 예상보다 매파적인 금통위에도 불구하고 장단기금리 모두 하락
- 미국 중심으로 선진국 금리가 빠르게 하락하며 이에 연동되는 가운데 물가와 GDP 등이 예상을 하회하며 금리 하락 가속화
- 시장에서는 1년내 기준금리 인하 기대를 50bp정도로 기대 중

빠른속도로 하락



자료: Infomax

2%대 접어든 3년금리



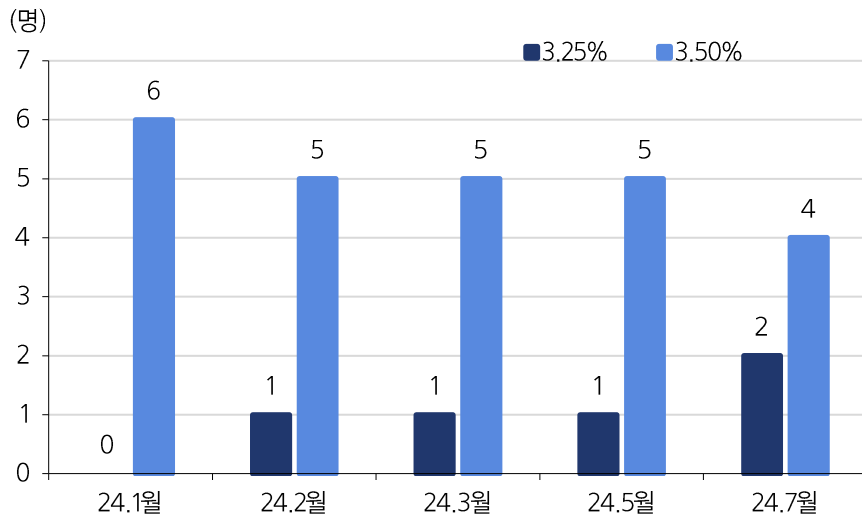
자료: Infomax

# 금통위 낮아진 8월 인하 가능성

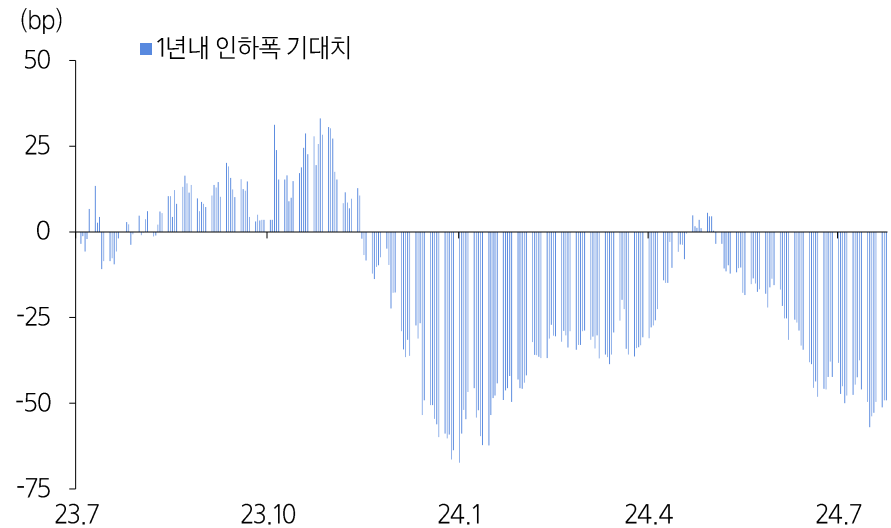
## 예상외의 만장일치 동결

- 7월 금통위에서는 시장의 과도한 인하 기대를 조절하려는 의도 확인. 예상과 달리 인하 소수 의견 없이 만장일치 동결하면서 시장금리 소폭 상승
- 다만 통방문에서 ‘기준금리 인하 시기 등을 검토해 나갈 것’이라는 문구 확인했으며, 3개월뒤 인하 가능성 열어둔 위원 숫자도 기존 1명에서 2명으로 증가한 점이 시장금리 상승폭을 제한
- 선도시장에 내재된 향후 1년 내 기준금리 인하폭 기대치는 여전히 50bp 인하 수준으로 금통위 전과 비교하여 크게 변하지 않음

향후 3개월 뒤 기준금리 예상치별 금통위원 수



향후 1년 기준금리 기대 인하폭: 50bp



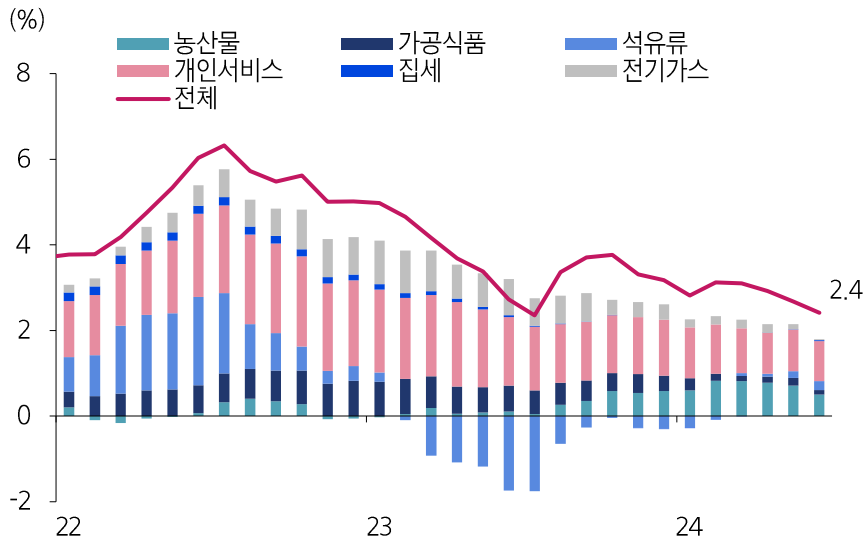
자료: Thomson Reuters

# 물가 펀더멘탈은 금리 인하를 지지

## 물가 연간 2.5~2.6% 상승 예상(한은 전망치 2.6%)

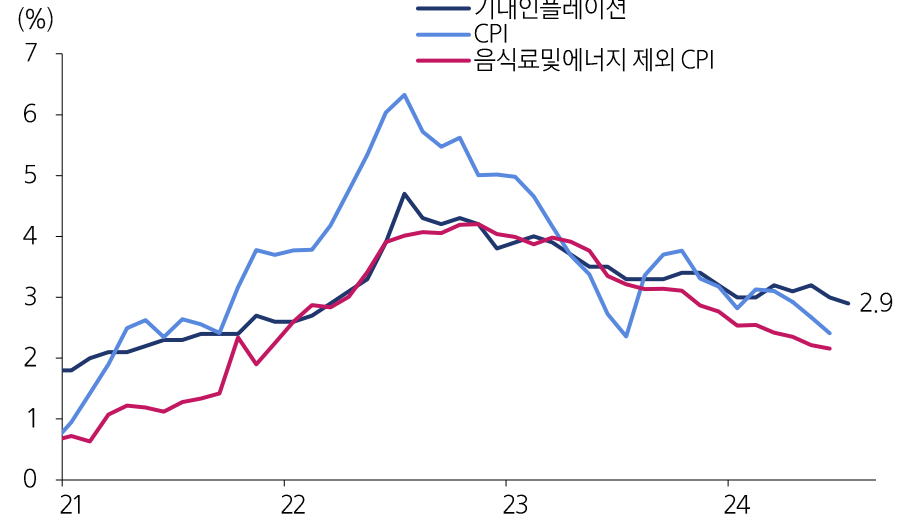
- 이창용 총재는 물가 측면에서는 기준금리 인하 검토가 필요한 시기를 인정
- 6월 소비자물가는 예상치(MoM 0.1%, YoY 2.6%) 큰폭 하회. MoM -0.2% YoY 2.4% 상승해 연간 2.6%(한은 전망치) 하회 가능성이 높아짐
- 전월대비 상승률로는 농산물과 석유류가 각 5.3%, 2.9% 하락하며 전체 상승을 견인
- 기대인플레이션 또한 2022년 3월 이후 처음으로 2%대에 진입해 수요측 물가 압력 추가 둔화 가능성을 시사

한국 소비자물가



자료: Thomson Reuters

기대인플레이션 28개월만에 2%대 진입

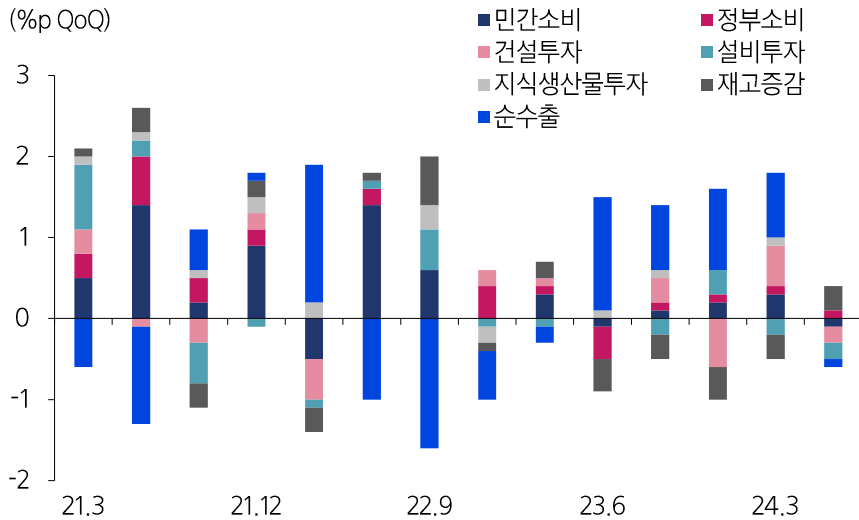


# GDP 펀더멘탈은 금리 인하를 지지

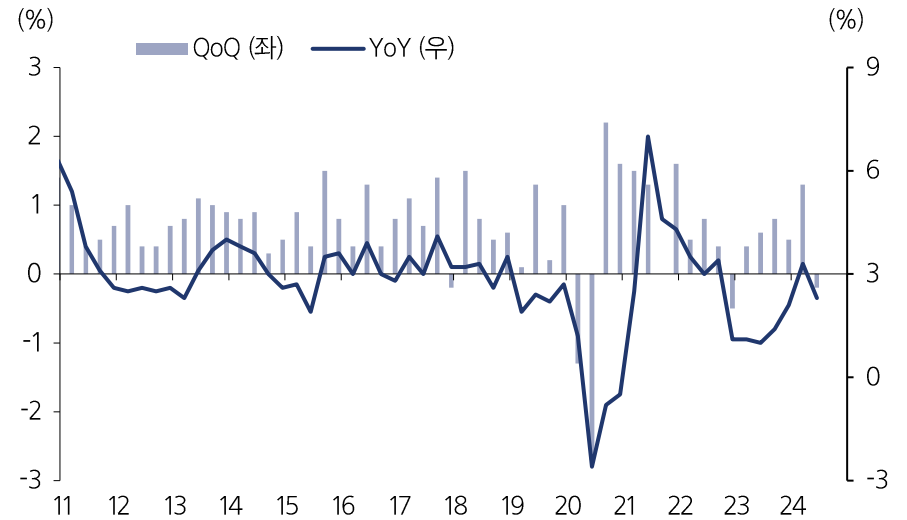
## 연간 GDP 성장률 2.3~2.4% 예상 (한은 전망치 2.5%)

- 2Q GDP는 QoQ -0.2%, YoY 2.3% 성장해 컨센서스(QoQ 0.1%, YoY 2.5%) 하회. 2010년 이후 QoQ 역성장한 분기는 이번이 다섯번째에 불과
- 재고증감과 정부소비를 제외한 모든 지출항목이 QoQ 역성장. 특히 순수출은 5개 분기만에, 민간소비 4개 분기만에 역성장 전환
- 한은은 지난 5월 경제전망에서 상/하반기 성장률을 각 2.9%, 2.2%로 제시. 이번 2Q 성장률 쇼크로 이미 상반기 성장률은 2.8% 기록. 한은의 올해 연간 성장률 전망치인 2.5%를 달성하지 못할 가능성 고조

지출항목별 전기대비 성장률의 기여도



경제성장률. 분기 역성장은 2010년 이후 5번째



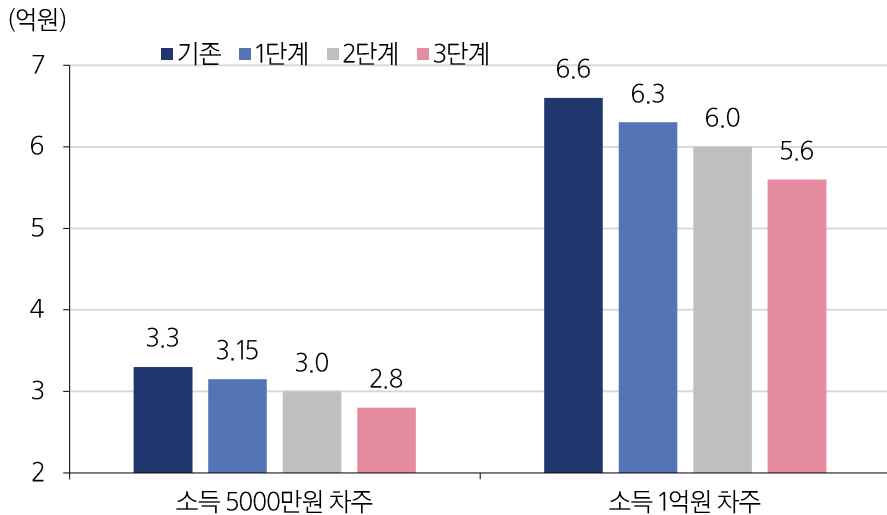
자료: Thomson Reuters

# 금융 불균형 부동산 가격 상승 조짐

## 예상치 못했던 스트레스 DSR 2차 시행 연기

- 이와 같은 펀더멘탈 약화에도 불구하고 한은이 8월 인하 기대를 차단한 이유는 금융 불안 확대 조짐 때문
- 지난 6월 25일, 7월 시작 예정이었던 스트레스 DSR 2단계가 9월로 연기
- 금융위는 연기의 이유에 대해 자영업자 지원대책 논의와 PF 사업성 평가 등의 경과를 보고 시행하는 것이 더 낫다고 설명
- 은행·제2금융권 주담대의 경우 차주별 DSR 최대 한도가 변동·혼합·주기형 등에 따라 약 3~9% 감소 예상

스트레스 DSR 도입에 따른 대출 한도 변화



자료:금융위원회 /주: 30년만기, 변동금리, 분할상환 대출 기준

스트레스 DSR 도입 일정

		1단계	2단계	3단계(잠정)
시행 시기	기존	24.2월~24.6월	24.7월	25년 초
	변경	24.2월~24.8월	24.9월	25.7월
적용 대상	은행권	주담대	주담대, 신용대출	주담대, 신용대출, 기타대출
	2 금융권	-	주담대	주담대, 신용대출, 기타대출
스트레스금리		기본 스트레스 금리의 25% 적용	기본 스트레스 금리의 50% 적용	기본 스트레스 금리의 100% 적용

자료:금융위원회  
/주: 스트레스 금리는 현재 1.5%p. 과거 5년 내 최고 월별 가계대출 금리 - 현재 금리 차이로 계산. 상한 3.0%p, 하한 1.5%p

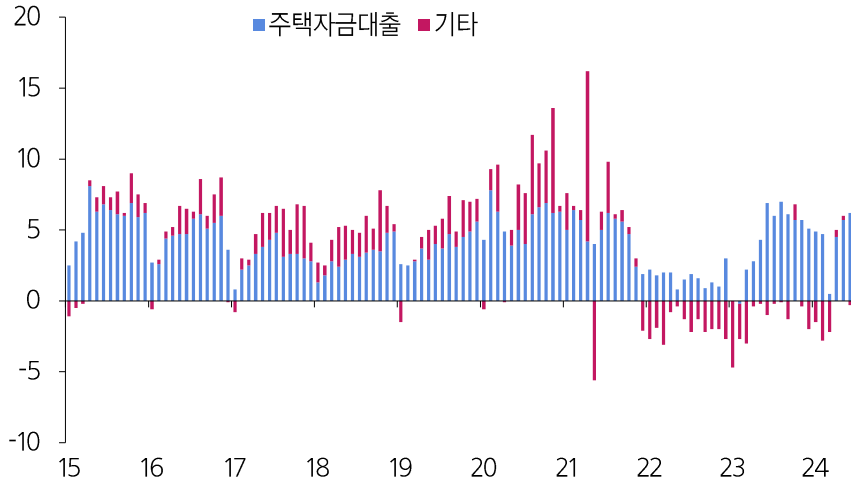
# 금융 불균형 부동산 가격 상승 조짐

## 스트레스 DSR 2차 시행 전 인하시, 대출 막차 수요 자극 가능

- 실제로 연초부터 고금리와 스트레스 DSR 효과들이 맞물리면서 가계대출은 연초 소폭 감소
- 다만 최근들어 주담대 증가세 재차 확대되는 가운데 수도권 중심으로 부동산 가격 상승 조짐 확인
- 9월 스트레스 DSR 2차가 시행되기전 막차 수요 확대도 일부 영향 있는 것으로 추정
- 한은 입장에서는 8월 인하시 이와같은 막차 대출 수요를 자극할 수 있어 8월보다는 10월 인하가 더 나은 선택일 듯

가계대출 재차 증가세

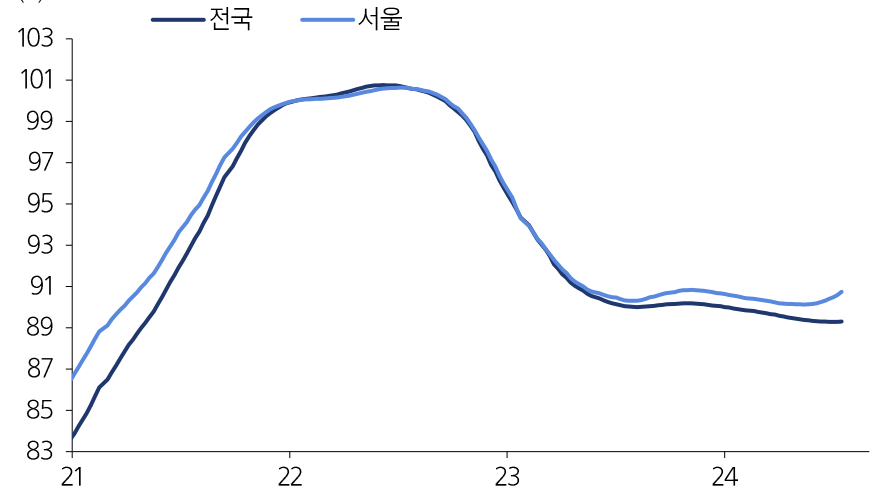
(조원 MoM)



자료: Thomson Reuters

수도권 중심으로 상승하는 부동산 가격

(P)



자료: KB 부동산

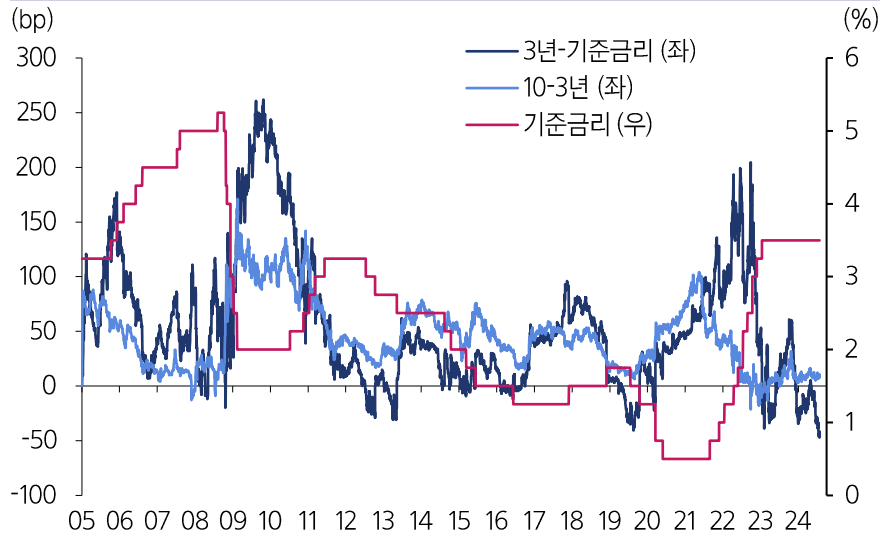


# 결론 연말 10년 금리 3% 하회 가능

## 금리 추가 하락 여력 잔존

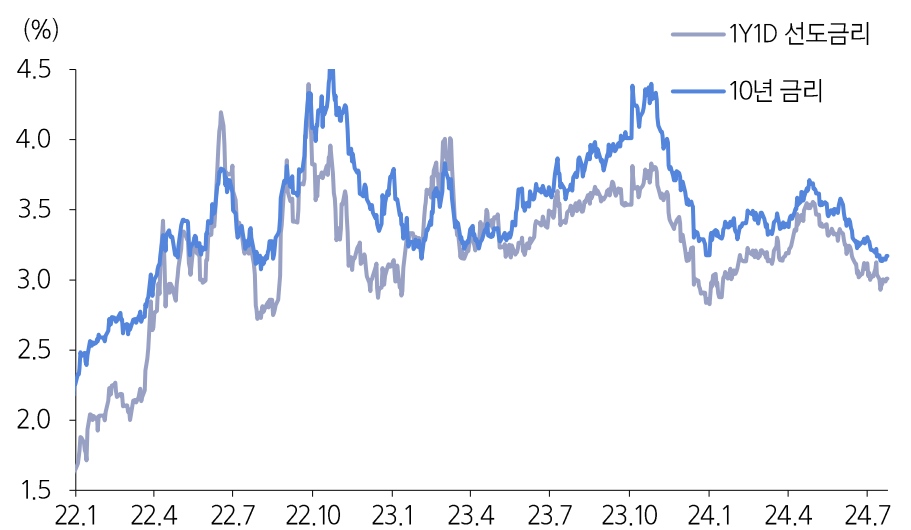
- 올해 10월 인하, 내년 상반기 중 2차례 추가 인하해 향후 1년동안 약 세차례 인하 예상
- 다만 아직 선도시장에서는 1년뒤 기준금리를 3%정도로 반영하고 있어 시장금리 추가 하락 룬은 남아있다고 판단
- 국고 3년 금리 이미 3% 하회했으나, 하반기로 갈수록 내년 말 예상 기준금리인 2.5~2.75%를 반영하며 2.8% 근처까지 하락 가능
- 10년 금리 또한 하락세 이어져 연말 3.0% 하회 가능하다고 판단

3년과 기준금리 역전폭 사상 최대지만, 1차례 인하시 해소



자료: Thomson Reuters

1년 뒤 예상 기준금리는 아직 3%



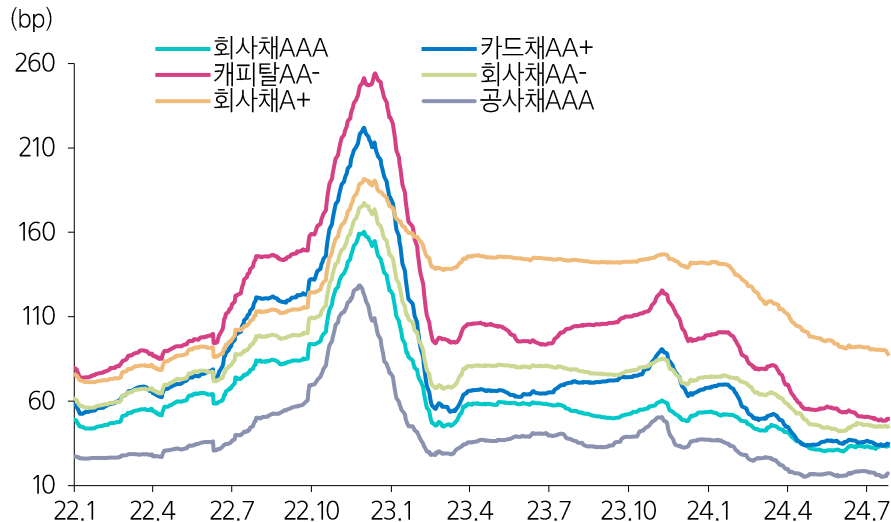
04

## 국내 크레딧

### 과열이지만 거품은 아니다?, 과유불급 경계

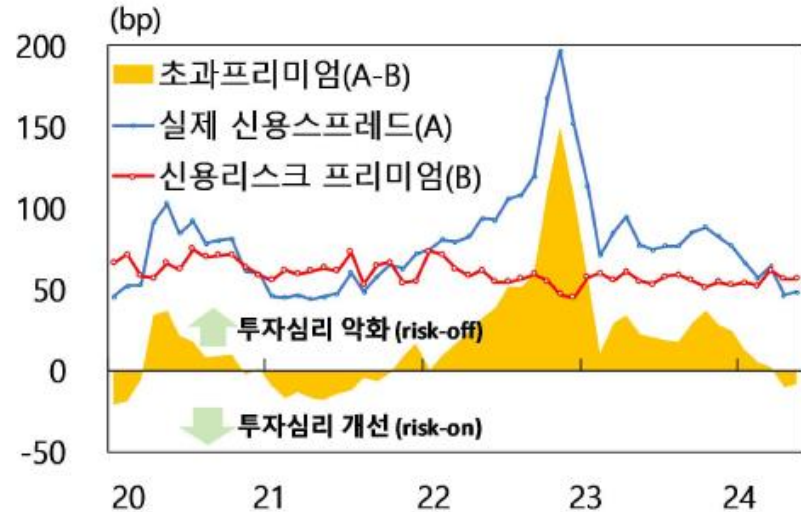
- 금리 급락으로 일부 과열 신호가 보이는 크레딧 시장은 계측 같은 장세가 지속되는 가운데 조정 가능성 잠재
- 최근 스프레드가 장기평균(2013년 이후 AA- 일평균 51bp, 45bp) 하회하는 수준까지 하락, 회사채 초과 프리미엄으로 측정된 시장의 투자심리는 위험선호 수준에 진입=> 회사채(AA-) 금리 마저 사상 첫 기준금리 하회
- 우호적인 수급 여건과 금리 하락 기대감으로 크레딧 낙관론 지배, 유통시장에서 매수 강도가 약화되는 등 일부 균열 조짐
- 부동산 경기 회복 힘입어 업계 버티기로 부동산 PF 구조조정 차질 가능성 변수

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

한은 신용위험 프리미엄

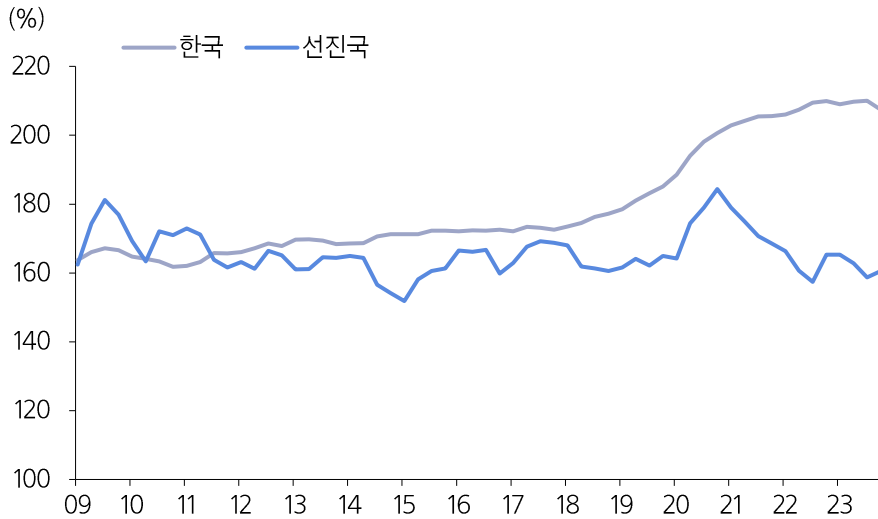


자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터  
 신용 리스크 프리미엄 : 개별 회사채의 신용스프레드에서 예상부도확률 및 특성으로 설명되는 스프레드

### 높은 민간 신용 레버리지, 크레딧 시장의 잠재적 취약 고리

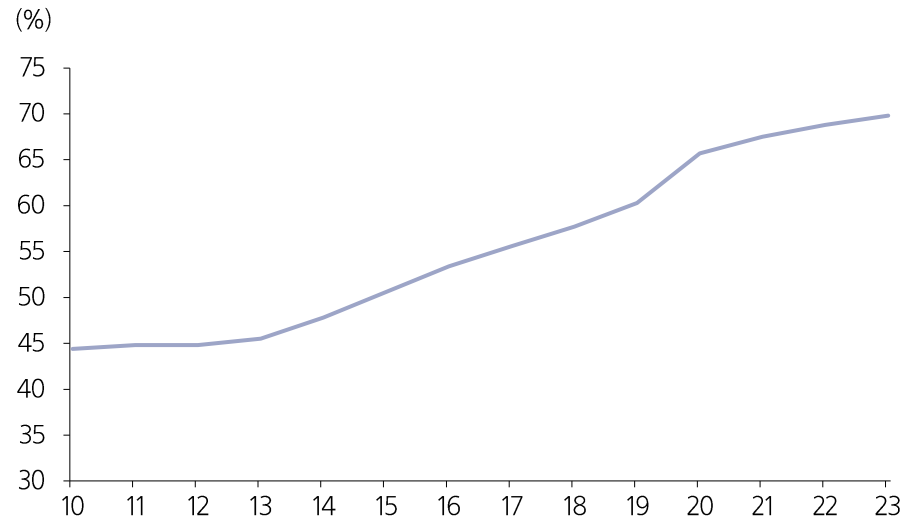
- '24년 1분기 말 명목 국내총생산(GDP) 대비 민간신용(가계·기업 부채 합) 비율은 206.2%, 선진국 평균(160.6%)을 크게 상회
- 민간 신용의 산업별 편중 문제 심각, 부동산 관련 대출의 GDP 대비 비율은 '23년 말 기준 69.8%(가계 44.3%·기업 25.5%)
- 가계부채 관리 필요성 증가 불구 최근 금융 당국의 스트레스 DSR 2개월 연기 결정 등으로 가계 대출 증가세  
=> 정책의 미세조정 vs 정책 엇박자 논란(정책 실패 위험 경계)

민간신용 레버리지 추이



자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

GDP 대비 부동산관련 대출 비율 추이

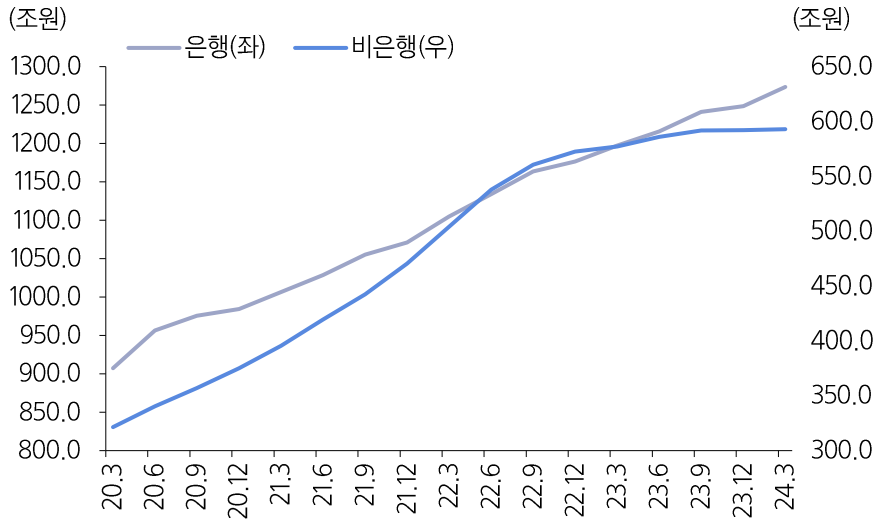


자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

### 기업 대출 확대 전략의 후폭풍

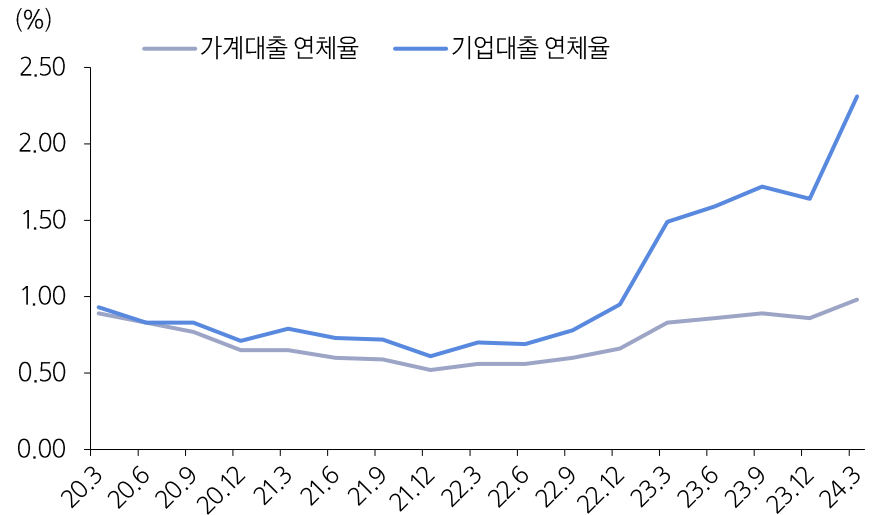
- 가계 대출 대비 국내 기업대출 연체율이 최근 들어 큰 폭 상승
- 금융업권 별로 보면 은행은 '24년말 1Q 0.48%로 '20년말 대비 0.14%p 증가한 반면, 비은행은 5.96%로 큰 폭(4.38%p) 증가
- 기업의 차입상환능력 지표인 이자보상배율은 '23년 2.0배로, 업황 부진과 차입금리 상승 등의 영향으로 2022년(5.1배) 대비 하락
- 이자보상배율이 1배를 하회하는 취약기업 비중은 '22년말 37.5%에서 2023년말 41.4%로 상승
- 하나은행은 7월 부터 수익성이 낮은 중소기업 대출을 확대하지 않는다는 방침, 비은행 금융권 기업대출 건전성에 대한 모니터링 필요

#### 기업 대출 추이



자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

#### 연체율 추이

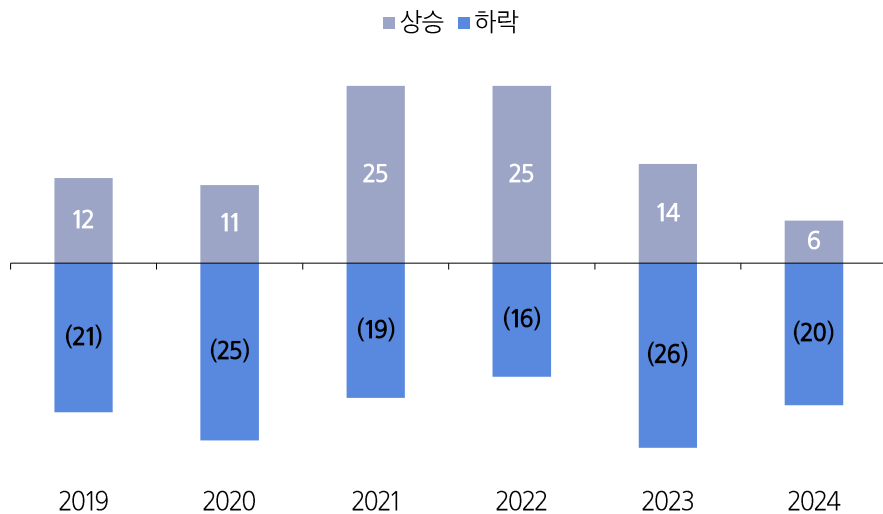


자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

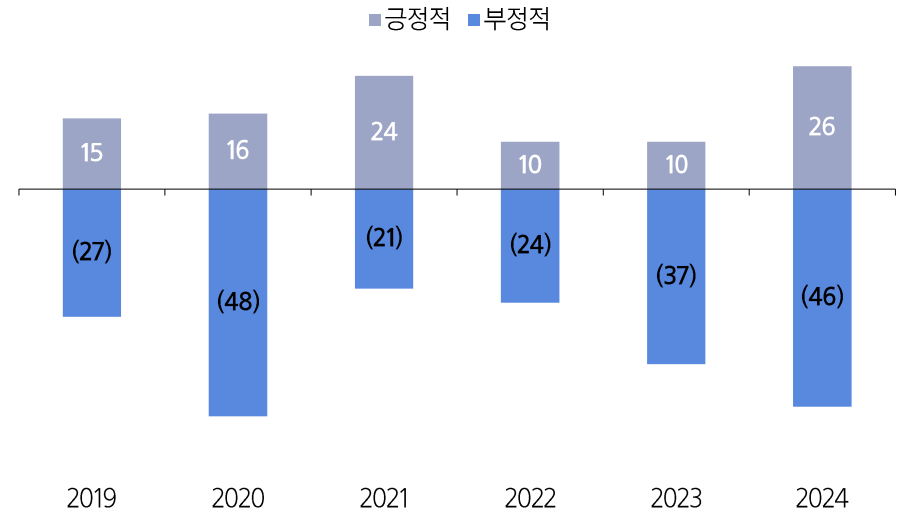
### '24년 상반기 신용등급 변동은 '23년에 이어 하향기조 지속

- 24년 상반기 신용등급 변동기준 상향 6개사, 하향 20개사
- 신용등급은 '23년 부터 하락 우위 기조로 전환되었으며, '24년 상반기 하락 우위 강화
- 석유화학, 건설, 제2금융권(캐피탈, 증권, 저축은행, 부동산신탁 등) 등이 업황 저하 및 실적부진 등으로 등급 하락
- 자동차는 자동차 판매 호조, 조선 업종은 적자 탈피 및 턴어라운드 힘입어 등급 상향
- 부정적 전망이 우위를 보이고 있는 등급 전망 분포 감안시 등급 하락 압력 지속 전망

'24년 상반기 신용등급 상승/하락 추이



'24년 상반기 신용등급 전망 긍정적/부정적 추이



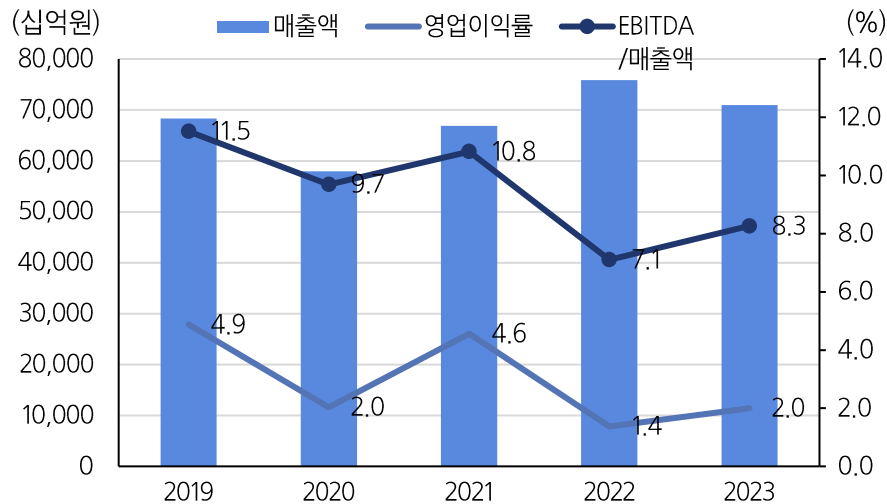
자료: 한기평, 삼성자산운용 리서치센터

자료: 한기평, 삼성자산운용 리서치센터

### 롯데그룹, 2년 연속 등급 강등 위험 잠재

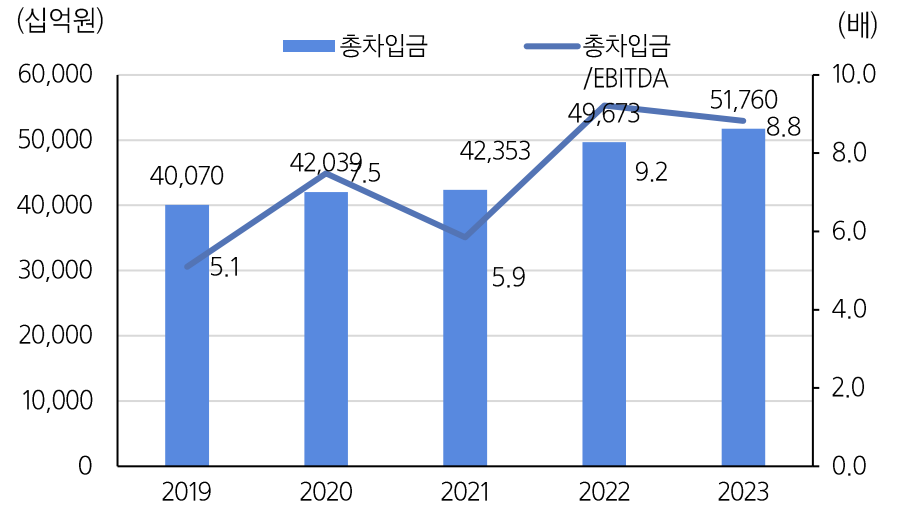
- 롯데케미칼, 롯데지주, 롯데물산, 롯데캐피탈, 롯데렌탈 신용등급 전망이 안정적에서 부정적으로 강등
- 등급전망이 부정적으로 강등됨에 따라 등급 하락 가능성이 높아졌고, 작년에 이어 롯데그룹 계열사들의 2년 연속 등급 강등 우려
- 그룹 전반적 신인도 약화로 자금 조달 어려움 예상
- 롯데그룹의 회사채 발행잔액은 '24.6월말 기준 20.5조원, CP(전자단기사채 포함) 발행잔액은 4.1조원
- 롯데케미칼은 회사채 발행 대신 CP 통해 우회적으로 자금조달 늘리는 모습

그룹 합산 영업 실적



주: 한신평, 삼성자산운용 리서치센터

그룹 합산 재무 구조



자료: 한신평, 삼성자산운용 리서치센터

---

## Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.